

多元发展共筑恒大健康生态圈

恒大地产 (3333.HK)

推荐 首次评级

核心观点:

1、地产龙头建设健康生态圈多元发展

2012-2014年,公司拓展商业、酒店产业,探讨体育、文化产业;2013年公司实施大战略,与世界名校哈佛、清华达成战略合作;同年,进入快消业,成立恒大矿泉水集团,推出恒大冰泉;2014年,恒大粮油、乳液集团成立揭牌,恒大粮油集团全国订货会创行业记录。

2、公司地产业务强势拓展,一二线占比提升

2014年全年,公司实现1315亿元合约销售额。其中,一二线城市合计销售额占公司销售额比例同比上升11.4%,超越三线城市销售额占比;总体均价约7227元,较上年增长7.2%。

3、恒大健康生态圈逐步建立,多业务线协同发展提升品牌价值

公司目前拓展的各大领域都具备着一个共同点:受众面大。从民生工程到提高生活质量,每条业务线都覆盖了较大基数的人口,而且从多个维度覆盖,部分的重叠性可以加深品牌的渗透粘性。

矿泉水、粮油、乳业:随着生活品质的逐步提高,未来饮用水行业的趋势仍有待进一步转变,净水器逐步弱势,从干净的水向富含营养的水进步。通过不断提升集团内部业务协同能力,可以将旗下矿泉水、粮油、奶粉等快消品快速渗透进入恒大社区,产品竞争力以及客户粘性有望大幅提升。

健康产业:公司收购新传媒(708.HK)联手韩国原辰进一步拓展国内健康产业。

体育、文化旅游:体育产业作为我国近些年以及未来重点发展的强国战略的一部分,背靠政府支持,依托群众基础,更多的向社会传播正能量。文化产业作为受众面最广的产业之一,业务可以渗透进入各个年龄层,加强品牌推广,提高品牌曝光频率,提升品牌内涵。

物业公司:将成为恒大各项业务线融合的纽带。依托恒大目前在全国147个城市拥有的305个住宅项目,全线覆盖了从高端到中端多层次住户,物业公司具备了宣传推广、产品销售以及大数据搜集等属性,为公司多业务线其发展奠定了基础。

4、估值水平仍有空间

针对目前股价,恒大估值仅为5.7倍,由于品牌影响力以及公司未来外延业务收入将高速增长,各项业务线协同效应逐步显现,公司估值应给予相应提升,加上未来港股市场活跃度提升,A股资金将进入,定价权将逐步转移,相比对标公司估值区间为8-9倍,对应目前估值水平仍有空间。

预计公司2015/2016/2017年业绩分别为0.99元、1.14元、1.30元,我们中长期看好公司多业务线协同发展,具备业绩弹性和估值弹性,给予“推荐”评级

风险提示:负债率高、地产销售进度缓慢、业务线协同拓展速度低于预期。

分析师

林寰宇

☎: 0755 82711829

✉: Linhuanyu_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130513100001

市场数据

时间 2015.04.29

收盘价(元)	6.14
一年内最高价(元)	6.25
一年内最低价(元)	2.89
恒生指数	28442.75
市净率	1.40
总股本(亿股)	147
总市值(亿元)	905

相关研究

目 录

一、地产龙头建设健康生态圈多元发展	2
(一) 公司简介.....	2
(二) 股权结构.....	2
二、公司业务强势拓展	3
(一) 规模稳步增长.....	3
(二) 目前仍以物业销售为主.....	3
(三) 公司合约销售持续稳增长.....	4
(四) 经营效率对比.....	5
三、恒大健康生态圈逐步建立	6
(一) 矿泉水业务任重道远，意义重大.....	6
(二) 品牌价值助力粮油、奶粉加速渗透.....	7
(三) 健康产业有望成为未来公司发展亮点.....	7
(四) 体育产业顺应国家发展，持续提升品牌影响力.....	7
(五) 文化旅游产业提升品牌内涵，加固品牌优势.....	8
(六) 物业公司将成为恒大各项业务线融合的纽带.....	8
四、估值水平仍有空间	9
五、盈利预测	10

一、地产龙头建设健康生态圈多元发展

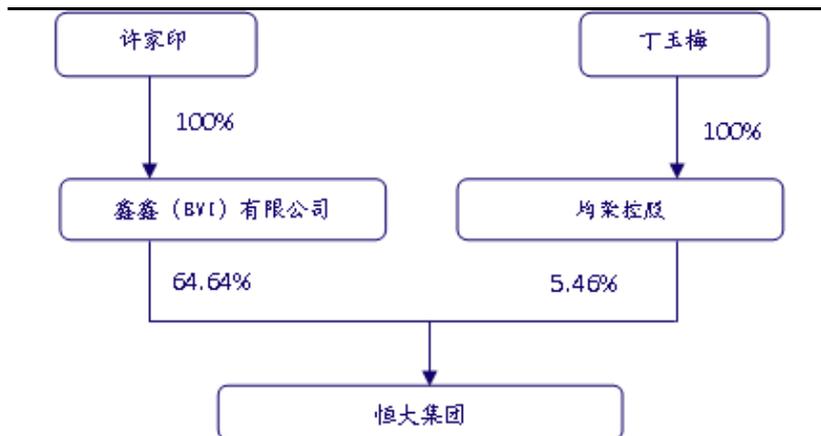
(一) 公司简介

恒大地产集团有限公司成立于 1996 年，是一家集房地产规划设计、开发建设、物业管理于一体的现代化国际企业。公司于 2009 年在香港联交所主板上市，目前公司在房地产开发、建筑规划与设计、建设及施工监理以及物业管理各方面拥有最高资质，是中国标准化运营的精品地产领导者。

2011 年，公司在销售面积、在建面积、进入城市数量等核心指标均位列全国第一。2012-2014 年，公司拓展商业、酒店产业，探讨体育、文化产业；2013 年公司实施大战略，与世界名校哈佛、清华达成战略合作；同年，进入快消业，成立恒大矿泉水集团，推出恒大冰泉；2014 年，恒大粮油、乳业集团成立揭牌，恒大粮油集团全国订货会创行业记录。

(二) 股权结构

图 1: 股权结构



资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

二、公司业务强势拓展

2014 年度，公司全年新购项目土地储备规划建筑面积 841 万平方米，共获取新项目 17 个。新购项目中，3 个为一线城市项目，10 个为二线城市项目，一二线城市新增项目数量占比为 76.5%，同比上升 25%；新增土地储备成本为 2588 元/平方米。

全年公司竣工减少土地储备 2063 万平方米，期末土地储备总建筑面积为 1.47 亿平方米，同比减少 2.6%。公司现拥有 305 个项目，46.9%位于一二线城市。

在财务方面，公司奉行“现金为王”稳健财务政策。2014 年，公司销售回款突破 1120 亿元，发行以项目为基准的永续债券，额外现金流超过 263 亿元，有效解决一二线城市新增项目资金需求，为进一步提升销售规模及利润奠定基础。

（一）规模稳步增长

公司营业总收入保持逐年递增趋势，2014 年达到 1114 亿元，同比上升 18.9%，从 2010 年起，复合增长率达到 25.1%。毛利达到 318 亿元，同比上升 15.2%，主要是因为物业销售量显著上升，毛利率为 28.5%，与 2013 年基本保持一致。

公司净利润增长显著，达到 180 亿元，同比增长 31.4%；但净利润（不含少数股东权益）为 126 亿元，同比轻微下降。这主要是因为永久资本证券持有人应占税后溢利大幅上升，从 2013 年度的 6.57 亿元上升到 2014 年度的 43.39 亿元。

图 2: 营业收入及同比

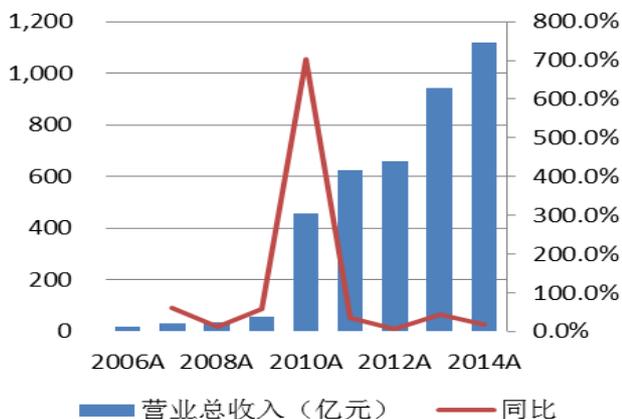


图 3: 净利润及同比



数据来源：公司公告，中国银河证券研究部

（二）目前仍以物业销售为主

公司主要收入来自于销售物业，营业收入占比一直保持在 95%以上；收入占比最小的为投资物业租金，且变化极小；房地产建造，土地平整及其他服务与物业管理服务收入占比略有上升。从绝对值来看，销售物业收入同比增长 16.5%，增长主要来自于已确认销售收入的物业面积较 2013 年上升 12.5%，物业平均售价较 2013 年上升 3.5%。

表 1: 公司收入分业务 (亿元)

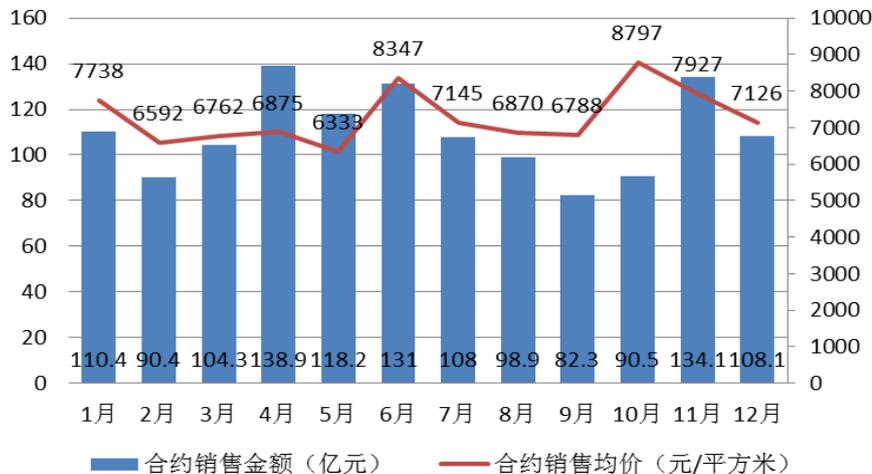
业务类型	营业收入 (2014 年)	收入占比 构成	营业收入 同比	营业收入 (2013 年)	收入占比 构成
销售物业	1,075	96.5%	16.6%	922	98.5%
房地产建造, 土地平整及其他服务	25	2.2%	316.7%	6	0.6%
物业管理服务	13	1.2%	85.7%	7	0.7%
投资物业租金	1	0.1%	0.0%	1	0.1%
总计	1,114	100.0%	19.0%	936	100.0%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

(三) 公司合约销售持续稳增长

公司在 2014 年度主要经营指标继续保持增长。其中, 全年合约销售额达到创纪录的 1315 亿元, 同比增长 31%, 超额完成全年目标 (119.6%); 全年合约销售面积达 1820 万平方米, 同比增长 22.2%; 土地储备建筑面积 1.47 亿平方米, 累计平均成本 997 元/平方米; 在建工程面积为 4135 万平方米, 在建项目 274 个; 现金总额达到 595 亿元。

图 4: 2014 年合约销售情况



资料来源: 公司公告、中国银河证券研究部

公司在 2014 年新开盘 53 个项目, 分布于北京、广州、杭州、长沙等 39 个城市, 其中新进入 16 个城市, 在售项目累计达到 276 个, 分布于 141 个城市, 其中有 2 个一线城市, 26 个二线城市, 112 个三线城市。

2014 年全年, 公司实现 1315 亿元合约销售额。其中, 一线城市销售额达到 124 亿元, 占比 9.4%; 二线城市销售额为 606 亿元, 占比 46.1%; 一二线城市合计销售额占公司销售额比例同比上升 11.4%, 超越三线城市销售额占比, 均价约 7227 元, 较上年增长 7.2%。

公司于 2015 年 3 月实现合约销售金额 137.1 亿元, 同比增长 31.4%, 环比增长 162.1%;

合约销售面积达到 1814000 平方米，同比增长 17.6%，环比增长 154.3%；销售均价达到 7558 元/平方米，同比增长 11.8%，环比增长 3%。其中，自 2015 年 1 月至 3 月期间，累计合约销售金额为 305.4 亿元，累计合约销售面积达到 4038000 平方米，平均售价为 7564 元。

图 5: 合约销售金额对比 (百万元)

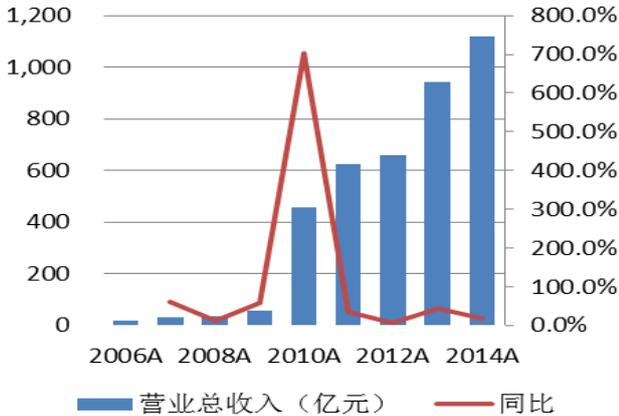


图 6: 合约销售面积对比 (千平方米)

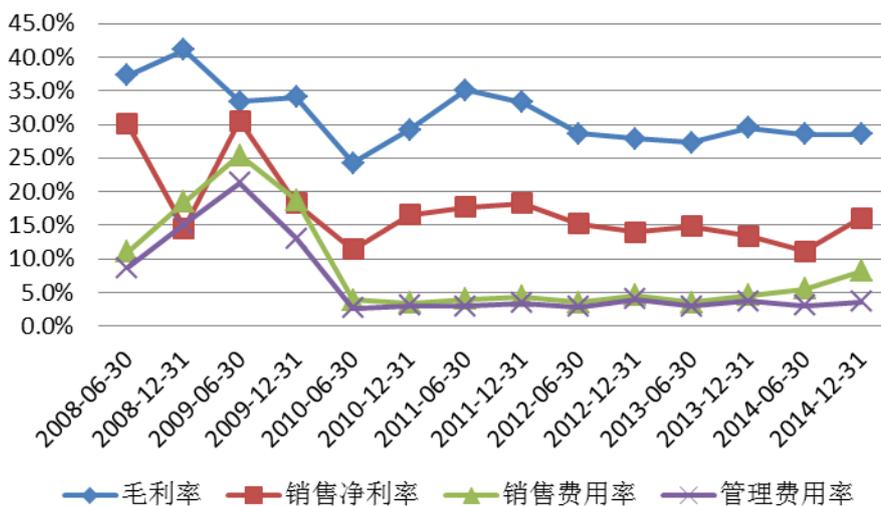


资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

(四) 经营效率对比

公司早年经营比率波动剧烈，近年来总体保持平稳。毛利率稳定在 30% 左右；销售净利率经历一年的缓慢下滑后再度回升至 15%；由于近半年地产行情火爆，公司销售费用率略有上升，达到 8.2%；管理费用率始终保持平稳。

图 7: 经营比率对比

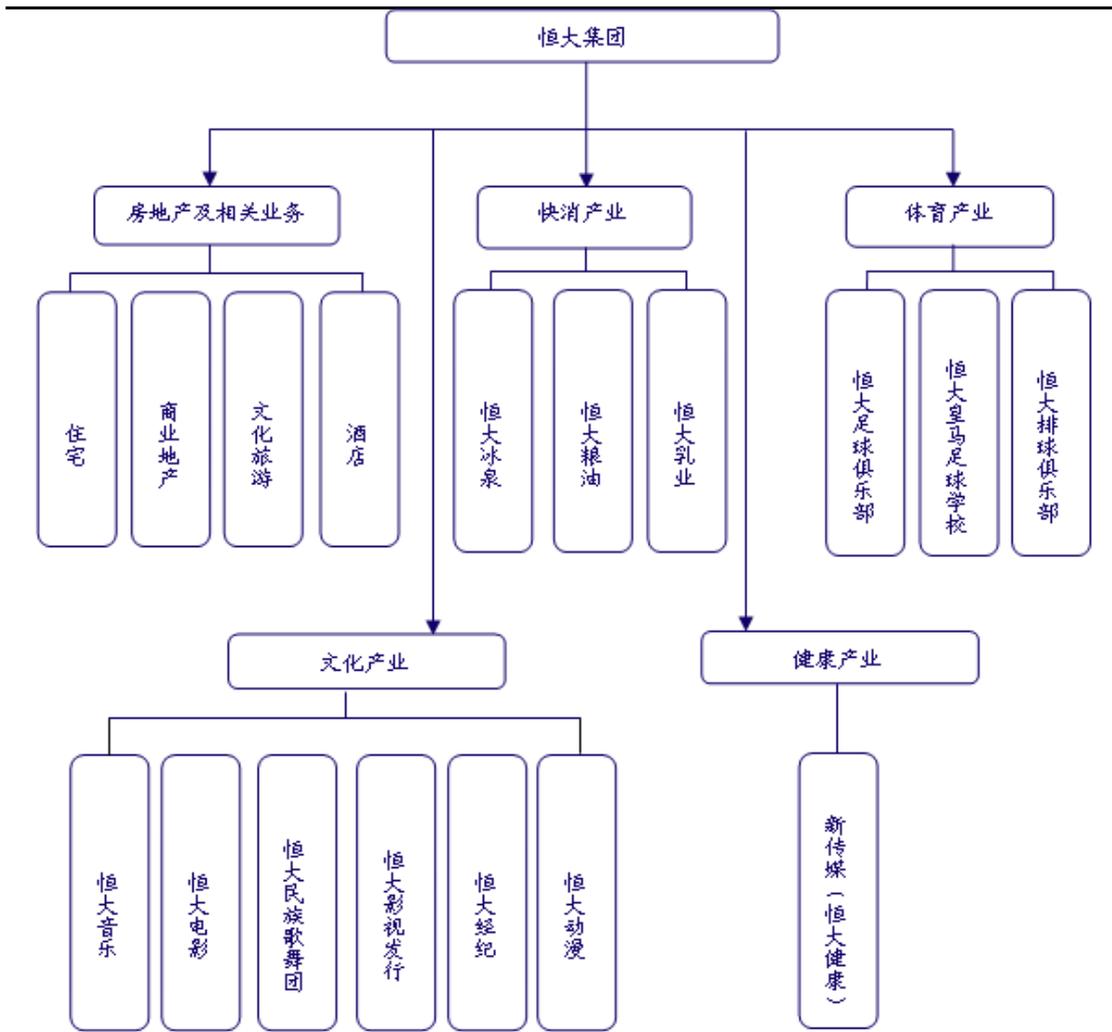


资料来源：Wind、中国银河证券研究部

三、恒大健康生态圈逐步建立

集团从民生角度出发，拓展与民生关系最为紧密的“吃喝住行”等相关领域，从快消、健康、体育、文化、旅游等维度渗透进入民生。其中，矿泉水、粮油、乳业以及健康四大业务截至去年底投资 64.2 亿元，前三大产业有望未来分拆上市。

图 8：恒大健康生态圈



资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

（一）矿泉水业务任重道远，意义重大

身体健康作为目前社会最为关心也最为基础的重要关注点，公司近年发展的领域无不与其息息相关，“恒大冰泉”是近年饮用水市场渗透率最快的品牌之一。目前中国居民饮用水安全问题仍关注度较高，国内外大量净水器制造商纷纷进入中国市场，但是国内居民对净水器认知仍处于初级阶段，并不了解净水器过滤出来的水由于过于充分过滤，饮用后并不会给身体提供足够的营养。所以随着生活品质的逐步提高，未来饮用水行业的趋势仍有待进一步转变，从干净的水向富含营养的水进步。

“恒大冰泉”矿泉水业务目前共投入 55.4 亿元，其中 2014 年和 2014 年分别投入 5.8 亿和 49.6 亿元，2014 年认购订单 57 亿元，但销售收入仅为 10.9 亿元，主要是投入成本和广告成本投入较大，以及产能不足所导致 2014 年亏损 23.亿元。由于 2015 年新增 180 万吨产能，产能瓶颈将解决，随着未来销售规模不断增大，矿泉水业务有望在未来三年内贡献利润。

（二）品牌价值助力粮油、奶粉加速渗透

公司去年下半年分别成立了粮油集团以及收购新西兰咔哇熊乳业，并购产能速度逐步加快，2015 年粮油产能预计能超过 9 万和 3 万吨，计划销售额超过 25 亿元。

咔哇熊是新西兰著名的婴幼儿奶粉品牌，拥有丰富的母婴营养品制造经验，总部坐落于新西兰最大的城市奥克兰；恒大新西兰咔哇熊乳业拥有全球领先的生产研发技术，世界一流的研发团队和营养研发实验室以及新西兰 10 万级的 GMP 奶粉生产线。

公司未来依托强大的品牌影响力以及美誉度，加上公司大量的已售住宅用户，通过不断提升集团内部业务协同能力，可以快速将旗下矿泉水、粮油、奶粉等快消品渗透进入恒大社区，产品竞争力以及客户粘性有望大幅提升。

（三）健康产业有望成为未来公司发展亮点

2015 年 2 月 27 日，恒大地产集团有限公司宣布，完成收购新传媒集团控股公司 6.48 亿股股份，总代价约 9.5 亿港元，成为公司控股股东。购股完成后，恒大地产将持有新传媒已发行股份总数 74.99%，收购完成后，“新传媒集团控股有限公司”更名为“恒大健康产业集团有限公司”。

要约完成后，恒大地产集团将对新传媒业务进行拓展，上述收益约 10%用作投资及扩展新传媒集团现有业务营运，85%用作投资中国整容手术、美容及保健香港业务，其中可能包括（但不限于）在中国设立一家整形外科医院。

由于健康行业未来市场前景广阔，但目前国内该类市场良莠不齐，缺乏具有品牌影响力以及较强技术能力的龙头企业，恒大在互联网业务上走在了行业前列，联手韩国原辰进一步拓展国内健康产业。

新传媒（恒大健康）目前公司市值 62 亿元，对标阿里健康 1051 亿市值仍有较大差距，公司增长空间较大。

（四）体育产业顺应国家发展，持续提升品牌影响力

体育产业作为我国近些年以及未来重点发展的强国战略的一部分，背靠政府支持，依托群众基础，产业推进速度不存在太大问题，更多的向社会传播正能量。

众所周知，恒大除了强大的房地产业务，影响力最大的属于恒大足球队，恒大足球队的知名度已经不仅局限于国内，已经影响到了亚洲乃至全世界体育行业，恒大足球队近年在亚冠赛场上的优异表现，将恒大的品牌价值大幅提升，进一步提升品牌协同效应，加强了集团其他业务的快速拓展。

2014年6月5日，阿里巴巴以12亿元购入俱乐部50%股权，成为战略投资者，更名“广州恒大淘宝足球俱乐部”，未来仍有继续扩股以及引进战略合作伙伴计划。

（五）文化旅游产业提升品牌内涵，加固品牌优势

恒大文化产业近年发展迅猛，文化产业作为受众面最广的产业之一，业务可以渗透进入各个年龄层，从多元文化的角度出发，加强品牌推广，提高品牌曝光频率，提升品牌内涵。此外，旅游行业作为房地产行业外延门槛最低的行业，公司利用其全国覆盖率较高的优势，向旅游行业延伸，区域协同效应得以体现。

（六）物业公司将成为恒大各项业务线融合的纽带

公司目前拓展的各大领域都具备着一个共同点：受众面大。从民生工程到提高生活质量，每条业务线都覆盖了较大基数的人口，而且从多个维度覆盖，部分的重叠性可以加深品牌的渗透粘性，物业公司则可以作为人与公司各项业务的链接点，依托恒大目前在全国147个城市拥有的305个住宅项目，全线覆盖了从高端到中终端多层次住户，物业公司具备了宣传推广、产品销售以及大数据搜集等属性，为公司多业务线其发展奠定了基础。

四、估值水平仍有空间

目前总股本 147 亿，以 2015 年 4 月 28 日收盘股价 6.14 元简单测算，总市值约 905 亿。

公司房地产业务港股对标标的碧桂园（2007.HK），对应目前股价，PE 约为 7.5 倍；而恒大仅为 5.7 倍，由于恒大品牌影响力以及公司未来外延业务收入将高速增长，各项业务线协同效应逐步显现，公司估值应给予相应提升，加上未来港股市场活跃度提升，A 股资金将进入，定价权将逐步转移，相比如对标公司估值区间为 8-9 倍，对应目前估值水平仍有空间。

五、盈利预测

预计公司 2015/2016/2017 年业绩分别为 0.99 元、1.14 元、1.30 元，我们中长期看好公司多业务线协同发展，具备业绩弹性和估值弹性，给予“推荐”评级

表 2: 盈利预测以及主要财务指标 (单位: 亿, %)

	2014A	2015E	2016E	2017E
利润表 (亿元)				
营业收入	1114	1380	1560	1778
销售成本	796	981	1108	1266
毛利	318	399	452	512
销售开支	92	110	129	151
行政开支	40	61	56	58
税前利润	312	303	319	345
所得税费用	132	118	120	125
年度利润	180	185	199	220
净利润	126	143	165	188
EPS	0.87	0.99	1.14	1.30
主要财务指标				
增长率 (%)				
收入	18.9%	23.9%	13.0%	14.0%
净利润	2.5%	13.8%	15.2%	14.0%
利润率 (%)				
毛利率	28.5%	28.9%	29.0%	28.8%
净利率	11.5%	10.4%	10.6%	10.6%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图表目录

图 1: 股权结构.....	2
图 2: 营业收入及同比.....	3
图 3: 净利润及同比.....	3
图 4: 2014 年合约销售情况.....	4
图 5: 合约销售金额对比 (百万元)	5
图 6: 合约销售面积对比 (千平方米)	5
图 7: 经营比率对比.....	5
图 8: 恒大健康生态圈.....	6
表 1: 公司收入分业务 (亿元)	4
表 2: 盈利预测以及主要财务指标 (单位: 亿, %)	10

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

林寰宇，研究员证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

海外机构：高兴 83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn

海外机构：李笑裕 83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn